

## КОРПОРАТИВНЫЙ КОНТРОЛЬ И СТОИМОСТЬ ОТЕЧЕСТВЕННЫХ КОМПАНИЙ

*Ружанская Л.С.  
(Уральский государственный университет им. А.М. Горького,  
Екатеринбурга)*

Задача повышения конкурентоспособности отечественных предприятий требует привлечения инвестиционных средств, в том числе на международных финансовых рынках, для чего необходимо принятие общих условий работы с инвесторами, в том числе стандартов корпоративного управления. Принятие Кодекса корпоративного поведения в 2002 году дало толчок к развитию этого процесса. Цены на акции российских компаний буквально взлетели за последние годы: так индекс РТС вырос с минимума 1998-го года в 38,53 до 1255,92 в 2005 году. В то же время, большинство отечественных компаний остается недооцененными западными финансовыми рынками<sup>40</sup>. Особенно затруднен поиск внешних источников финансирования для закрытых неторгуемых компаний, которые ориентированы в инвестиционной деятельности на собственные средства и кредитные ресурсы. Причины закрытости отечественных ОАО кроются, в первую очередь, в слабой защите прав собственности и высоких транзакционных издержках повышающих стоимость контроля и, одновременно, занижающих стоимость компании. В условиях трансформационной экономики концентрация собственности и интеграции бизнеса выступают механизмами не только защиты прав собственности, но и защиты бизнеса от конкурентного давления. Особенности отраслевой и институциональной структуры региональной экономики накладывают отпечаток на механизмы и направления трансформации корпоративного контроля в регионе.

Теоретико-методологические основы анализа корпоративного контроля составляет контрактное направление в теории фирмы, анализирующее проблемы неполноты контрактов, «окапывания», распыленной собственности, оппортунизма и мониторинга<sup>41</sup>. В условиях институциональной неопределенности трансформационных экономик мониторинг со стороны крупного собственника становится наиболее действенным механизмом корпоративного управления, позволяющим сократить агентские издержки и увеличить стоимость компании. Концентрация собственности ассоциируется агентской теорией с высоким качеством работы менеджеров, которых контролируют крупные акционеры, имеющие большую мотивацию для контроля. В то же время концентрация собственности идет в разрез с теориями,

---

<sup>40</sup> Причинами этому являются, во-первых, низкие издержки производства, обусловленные низкими внутренними ценами на сырьевые товары; во-вторых, сильное влияние макроэкономических рисков, среди которых лидирующее положение занимает политический риск (например, риск экспроприации, «фактор ЮКОСа»); третья группа причин находится на микроуровне – это качества корпоративного управления.

<sup>41</sup> Grossman, Sanford J. and Hart, Oliver D., 1980, Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation, *Bell Journal of Economics* 11, 42-64; Jensen M., Meckling W. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360; Jensen M. C. (1993) The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems, *The Journal of Finance*, 48(3): 831-880; Fama E., Jensen M. (1983) Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 1:26, 301-325; Tirole J. (2001) Corporate Governance. *Econometrica*, 69: 1-35.

которые подчеркивают положительный эффект от автономии и инициативности управленцев.

Межстрановые сравнения структур собственности и форм корпоративного контроля выявляют редкость распыленной собственности<sup>42</sup>. Большинство существующих механизмов корпоративного управления представляют собой порождение концентрированной собственности. В англосаксонской модели, распыленная собственность ограничивает эффективность системы внутреннего контроля (представительство в совете директоров), поскольку улучшение корпоративного управления для мелких акционеров является общественным благом, порождая «проблему безбилетника». Поэтому мониторинг за менеджерами в таких компаниях ослаблен, а оппортунизм с их стороны велик.

В странах с переходной экономикой качество корпоративного управления, том числе, роль крупного собственника сказывается на рыночной стоимости компаний даже в большей мере, чем в странах с развитой экономикой, где приблизительно все компании демонстрируют одинаковый набор правил корпоративного поведения. Поэтому именно в странах с переходной экономикой инвесторы готовы платить повышенные премии за качественное корпоративное управление. Известным является тот факт, что опрос, проведенный компанией McKinsey (2002), более 200 инвестиционных компаний в 31 стране мира, показал, что 80% инвесторов готовы платить больше за акции компаний, прозрачных в управлении и ведущих отчетность по международным стандартам. Размер премии колеблется от 10-15% в Западной Европе и до 40% в России.

Крупные акционеры, имеющие широкие возможности по контролю и управлению, направляют свои действия на «извлечение частных выгод контроля», например, вывод активов и трансфертное ценообразование<sup>43</sup>. Результаты, полученные Svejnar J. and Kočenda E.<sup>44</sup> по Чехии, согласуются с тезисом о том, что присутствие крупного отечественного собственника не приведет к хорошему управлению, если этот собственник «разграбляет» компанию. В целом, компании, принадлежащие резидентам, демонстрируют снижение продаж и прибыли в постприватизационный период, в то время как концентрированная иностранная собственность стимулирует эффективность. При этом была обнаружена высокая социальная роль государства как крупного собственника в сложный для предприятия период реструктуризации.

Для китайских компаний собственность также концентрирована: среднее значение крупнейшего пакета акций составляет 44,8%, а максимальное – 88,6%<sup>45</sup>. Концентрация государственной собственности оказывает негативное воздействие на рыночную стоимость компаний. Но с другой стороны, чем выше уровень концентрации собственности среди крупных акционеров, кроме доминирующего, тем выше рыночная стоимость, что свидетельствует о низкой вероятности борьбы за передел контроля и повышает ожидания инвесторов.

---

42 La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. (1999) Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance*, 54(2): 471-517; La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. (1998) Law and Finance, *The Journal of Political Economy*, 106(6): 1113-1155.

43 Barclay M., Holderness C. (1989) Private Benefits from Control of Public Corporations, *Journal of Financial Economics*, 25.

44 Svejnar J., Kočenda E. (2003) Ownership and Firm Performance after Large-Scale Privatization. WDI working paper.

45 Bai C.-E., Liu Q., Lu J., Song F.M., Zhang J. (2004) Corporate Governance and Market Valuation in China, *Journal of Comparative Economics*, 32(4): 599-616.

Сдерживающее влияние, оказываемое крупными акционерами на доминирующего собственника, оказывает большое влияние на стоимость фирмы. Собственность иностранных инвесторов оказывает положительное влияние на рыночную стоимость компании.

Black, Jang, Kim, Park (2005), построив индекс корпоративного управления для 515 корейских фирм по данным фондовой биржи на 2001 год, нашли статистически значимую зависимость между качеством корпоративного управления и показателем рыночной оценки компании (Q Тобина). При этом рост индекса корпоративного управления от «худшего к лучшему», по их прогнозам, может привести к увеличению коэффициента Q Тобина на 0,47, что равнозначно 160%-ному повышению стоимости акций компании. Положительное влияние на цену акций и рыночную стоимость компании оказывает аутсайдерский характер совета директоров: если в компании более 50% внешних директоров, то это повышает значение коэффициента Q Тобина на 0,13, что равнозначно 40%-ному повышению цены акций (Kim, 2005).

Для России подобная характеристика качества корпоративного управления большого значения в глазах инвесторов не имеет. Вешние директора не воспринимаются как гаранты прав инвесторов. Большее значение имеет прозрачность структуры собственности компании и отраслевая принадлежность, определяющая финансовое положение компании. Эти выводы подтверждает крупномасштабное исследование Black, Love, Rachinsky (2005), впервые использовавшая для России панельные данные за 1999-2004 гг. Итоговая оценка влияния корпоративного управления на рыночную стоимость выглядит следующим образом: изменение общего индекса корпоративного управления от «худшего к лучшему» может привести к изменению натурального логарифма Q Тобина на 0,40. Это согласуется с выводами работы Black (2001) о повышении капитализации компании на 700 пунктов при сходном изменении в корпоративном управлении.

В России сразу после окончания ваучерной приватизации в середине 1990-х гг. сложилась инсайдерская схема контроля с ограничениями на реализацию прав собственности, ставшая основой дальнейшего многократного перераспределения собственности<sup>46</sup>. Основные направления перераспределения акционерного капитала состояли в его переходе от рядовых работников к менеджерам, от инсайдеров к аутсайдерам<sup>47</sup>.

Высокая концентрация собственности характерна для многих российских предприятий и степень ее год от года растет. Доля крупнейшего акционера

<sup>46</sup> Долгопята Т. Г. Российские предприятия в переходной экономике: экономические проблемы и поведение. – М.: Дело, 1995; Долгопята Т. Г. Собственность и корпоративный контроль в российских компаниях в условиях активизации интеграционных процессов // Российский журнал менеджмента. – 2004. – Т. 2, № 2. – С. 3-26; Blasi J., Kroumova M., Kruse D. (1997) Kremlin Capitalism: The Privatization of the Russian Economy. Ithaca, NY: London: Cornell University Press.

<sup>47</sup> Стиглиц Дж. Quis custodiet ipsos custodiet? Неудачи корпоративного управления при переходе к рынку // Экономическая наука современной России. – 2001. – № 4. – С. 108-146; Радыгин А. Д., Энтов Р. М. Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг / Научные труды ИЭПП № 12. – М.: ИЭПП, 1999; Симачев Ю. Направления и факторы реструктуризации бизнеса в обрабатывающих отраслях промышленности. – М.: Бюро экономического анализа, 2001; Гуриев С., Лазарева О., Рачинский А., Цухло С. Корпоративное управление в российской промышленности. Серия «научные доклады: независимый экономический анализ», № 149. – М.: МОНФ, Российская экономическая школа, 2003.

составляла в конце 1990-х - начале 2000-х примерно 30-40%<sup>48</sup>. После кризиса 1998 года тенденция к росту концентрации собственности только усилилась за счет интеграционных процессов в экономике<sup>49</sup>, когда все большая доля акционерного капитала промышленных компаний перешла другим нефинансовым организациям.

Эконометрические исследования влияния внешнего контроля и концентрации собственности на показатели производительности и рентабельность российских компаний не однозначны либо выявили нелинейную зависимость<sup>50</sup>. Фирмы, имеющие более высокие финансовые показатели (отношение выручки к активам) получают более высокую рыночную оценку. Зато капиталоемкость компании негативно сказывается на ее рыночной стоимости. Это связано с большой долей фиксированного капитала и низкой долей нематериальных активов, которые положительно ассоциируются с рыночной стоимостью.

Высокая концентрация внешней собственности поддерживает рыночные перспективы развития бизнеса и инвестиционную активность, коррелирует с включенностью в бизнес-группы, наличием маркетинговых и инвестиционных планов, а также способствует частой смене топ-менеджеров и их команд. Рост концентрации внешней собственности стимулирует спрос на квалифицированных директоров, использование инструментов управления стоимостью компании, создание комитетов в совете директоров.

Обзор эмпирических исследований по России и трансформационным экономикам приводит нас к общему выводу, что в условиях развивающихся рынков корпоративное управление принимает самостоятельное значение как индикатор инвестиционной привлекательности компаний, наряду с финансовыми и рыночными показателями работы компании. Важной становится теперь работа в области политики регулирования фондового рынка, нацеленная на то, чтобы показатель рыночной стоимости адекватно отражал качество бизнеса.

---

<sup>48</sup> Голикова В. В., Долгопятова Т. Г., Кузнецов Б. В., Симачёв Ю. В. Спрос на право в области корпоративного управления: эмпирические свидетельства. В сб.: Развитие спроса на правовое регулирование корпоративного управления в частном секторе. – М.: МОНФ, 2003. – С. 229-339.

<sup>49</sup> Паппэ Я.Ш. 2002б. Российский крупный бизнес как экономический феномен: специфические черты модели его организации. Проблемы прогнозирования (2): 83-97.

<sup>50</sup> Brown D., Earle J. (2001) Privatization, Competition and Perform Strategies: Theory and Evidence from Russian Enterprise Panel Data. SITE Working Papers No. 159; Радыгин А. Д., Энтов Р. М. Корпоративное управление и защита прав собственности: эмпирический анализ и актуальные направления реформ / Научные труды ИЭПП № 36. – М.: ИЭПП, 2001; Кузнецов П. В., Муравьев А. А. Структура акционерного капитала и результаты деятельности фирм в России: анализ «голубых фишек» фондового рынка. – М.: РПЭИ, 2002; Гуриев С., Лазарева О., Рачинский А., Цухло С. Корпоративное управление в российской промышленности. Серия «научные доклады: независимый экономический анализ», № 149. – М.: МОНФ, Российская экономическая школа, 2003.